


US-Notenbank

Kurzschluss im Finanzsystem

Die US-Notenbank will mit Milliarden Dollar einen Totalausfall am Geldmarkt verhindern. Wie kritisch ist die Lage?

Von **Heike Buchter**

1. Oktober 2019 / DIE ZEIT Nr. 41/2019, 2. Oktober 2019 / [248 Kommentare](#) / 

AUS DER ZEIT NR. 41/2019



Die Krise kam über Nacht. Banken drohte das Geld auszugehen. Notenbanker pumpen Hunderte Milliarden Dollar in den Geldmarkt, bloß um das Schlimmste zu verhindern. Das alles klingt nach dem Höhepunkt der Weltfinanzkrise vor elf Jahren – doch tatsächlich beschreibt es den Montag vorletzter Woche. Da stand ein wichtiger Teil des Weltfinanzsystems kurz vor dem Zusammenbruch, und die Öffentlichkeit bemerkte so gut wie nichts.

In der Nacht zum 17. September schoss ein bestimmter Zinssatz am Repo-Markt ohne Vorwarnung nach oben: der Satz, der für Banken gilt, die sich kurzfristig etwas leihen wollen. Normalerweise werden Banken dort für etwa zwei Prozent Zinsen mit Cash versorgt: Instrumente also, die so liquide wie Bargeld sind. Aber plötzlich kostete Cash dort zehn Prozent. Man kann sich den Repo-Markt als das Stromnetz des Finanzsystems vorstellen und den Zinssprung als einen Kurzschluss. Um einen Totalausfall des Systems zu vermeiden, stellte die Federal Reserve Bank (Fed), die US-amerikanische Notenbank, den Banken 53 Milliarden Dollar zur Verfügung, quasi als Notstromaggregat. Am nächsten Tag 75 Milliarden. Dann noch einmal so viel.

Und dann noch einmal. Insgesamt leiteten die Notenbanker bis zum vergangenen Wochenende über 700 Milliarden Dollar ins System. Dass die Rettungsaktion [<https://www.zeit.de/wirtschaft/2019-09/us-notenbank-fed-zinsentscheidung-donald-trump>] innerhalb weniger Tage solche Dimensionen annahm, zeigt, wie wichtig ein funktionierender Repo-Markt in den Augen der Verantwortlichen ist.

Das letzte Mal, dass die Notenbanker am Repo-Markt eingreifen mussten, war nach dem Untergang der Investmentbank Lehman Brothers 2008 [<https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-09/lehman-finanzkrise-henry-paulson->

usa]. Die Schieflage der Investmentbank löste damals einen Notstand in diesem Teil des Finanzsystems aus, was fast zum Kollaps der Weltwirtschaft geführt hätte.

Der jüngste alarmierende Zwischenfall spielte in den Nachrichten dennoch kaum eine Rolle, abgesehen von einschlägigen Finanzmarkt-Publikationen wie der *Financial Times* und dem *Wall Street Journal*. Das liegt auch daran, dass der Repo-Markt zwar eine entscheidende Rolle für das moderne Finanzsystem spielt, doch dass ihn kaum jemand kennt.



Dieser Artikel stammt aus der ZEIT Nr. 41/2019. Hier können Sie die gesamte Ausgabe lesen.
[<https://premium.zeit.de/abo/diezeit/2019/41>]

Repo ist die Abkürzung für "Repurchase Agreement". Gemeint ist eine kurzfristige Pfandleihe, bei der ein Transaktionspartner seine Wertpapiere einem anderen überlässt – sich aber versprechen lässt, dass er sie in ein bis zwei Tagen wieder zurückbekommt. Der Wertpapier-Verleiher erhält dafür Geld, das er gerade braucht, um fällige Verbindlichkeiten zu begleichen. Die Transaktion wird dann am nächsten oder übernächsten Tag zurück abgewickelt: Der ursprüngliche Besitzer erhält sein Wertpapier zurück und bekommt obendrauf noch Zinsen dafür.

Dieses Pfänderspiel ist in den vergangenen Jahrzehnten zum Kern des modernen Finanzsystems geworden. Versicherer, Hedgefonds und vor allem Geldmarktfonds beteiligen sich daran. Sie sind auf diese Weise zu Schattenbanken geworden: Banken, die hinter den Banken stehen. Man weiß nicht viel über den Repo-Markt, auf dem die Schattenbanken mit den herkömmlichen Banken kooperieren. Viel staatliche Aufsicht findet in diesem Bereich des Kapitalmarktes nicht statt, Informationen fließen spärlich nach draußen. Doch die Schattenbanken sind inzwischen mindestens so wichtig wie traditionelle Banken, und in vielen Fällen haben sie deren Funktionen übernommen.

Im klassischen Geschäftsmodell nimmt die Bank das Geld von Sparern entgegen und entlohnt sie dafür mit Zinsen. Einen Teil des Geldes legt die Bank als Sicherheit zurück, mit dem Rest finanziert sie Kredite für Unternehmer oder Hauskäufer, wiederum gegen Zinsen. Die Bank lebt von der Differenz zwischen den beiden Zinssätzen – sie nimmt fürs Geldverleihen mehr ein, als sie an die Sparer auszahlt.

Für den Vorfall gibt es keine eindeutige Erklärung

Doch Profite kann man aus diesem Geschäft seit den Achtzigerjahren kaum noch ziehen. Seither leihen sich Unternehmen weniger Geld bei den Banken aus, lieber geben sie Anleihen aus. Dieser Finanzierungsweg trat von der Wall

Street aus einen Siegeszug um die Welt an. Auch die Sparer, vor allem große institutionelle wie Pensionsfonds, Versicherer und die Finanzabteilungen großer Konzerne, blieben von den klassischen Banken weg. Sie legten ihr Geld zunehmend in Geldmarktfonds an, Investmentpools mit einem besonderen Versprechen: Anleger können dort über ihre Anteile so schnell verfügen wie über Bargeld, aber dennoch Zinsen verdienen. Das ist eine verlockende Kombination, die den Geldmarktfonds ein rasches Wachstum ermöglichte.

Die Banken passten sich an. Sie kamen mit den neuen Rivalen ins Geschäft – über den Repo-Markt. So leihen sie sich heute selber Geld von den Geldmarktfonds. Damit begleichen sie offene Rechnungen aus ihrem täglichen Geschäft, etwa die Auszahlung von Zinsen an Kunden. Als Sicherheit für diesen kurzfristigen Kredit überlassen sie den Geldmarktfonds Wertpapiere wie Staatspapiere, Hypothekenpapiere und die eine oder andere solide Unternehmensanleihe, die sie in ihren Portfolios haben. Zunächst schienen alle Beteiligten zu profitieren, bis 2007. Da platzte die Immobilienblase, und eine ganze Klasse der hinterlegten Pfänder verlor ihren Wert: die Hypothekenpapiere.

Der Crash kam so: Plötzlich erfasste Repo-Gläubiger die Angst. Wie sicher waren diese Sicherheiten, die die Banken bei ihnen hinterlegt hatten? Was, wenn sich die Hypothekenpapiere als Schrott herausstellten? So forderten die Repo-Gläubiger zusätzliche Sicherheiten. Das brachte die Banken in die Klemme: Sie mussten quasi über Nacht Mittel auftreiben, um die neuen Forderungen zu befriedigen. Doch sie hatten keine Reserven dafür.

So verkauften sie hektisch Wertpapiere aus ihren Beständen. Die Preise für die Wertpapiere fielen daraufhin. Das löste einen neuen Angstschub bei den Repo-Gläubigern aus: Denn von dem allgemeinen Preissturz waren wiederum auch die Wertpapiere betroffen, die sie als Sicherheiten von den Banken bekommen hatten. Ihre Pfänder waren plötzlich weniger wert. Die Folge: Sie forderten noch mehr Sicherheiten von den Banken.

Hilflos mussten die Aufseher mit ansehen, wie das sich immer rascher auflösende Schattensystem das offizielle Finanzsystem zum Erliegen brachte. Für Finanzhistoriker Gary Gorton ist der Kollaps, der 2008 Lehman Brothers in den Konkurs trieb, die moderne Variante eines Bankensturms – nur dass hier keine aufgeregten Kunden die Bankschalter belagerten, um ihre Einlagen abzuheben. Der Ansturm der Repo-Gläubiger fand hinter den glitzernden Glasfassaden der Wall Street statt. Nur eine umfassende Garantieerklärung der US-Notenbank, alle Geldmarktfonds zu retten, stabilisierte damals das System.

Danach wurden die Repo-Beteiligten wählerischer, was hinterlegte Wertpapiere betrifft. Doch noch immer werden Nacht für Nacht fünf Billionen Dollar hin- und herjongliert – eine Summe, die die Jahreswirtschaftsleistung



ANONYMER BRIEFKASTEN

Haben Sie Informationen zu diesem Thema? Oder zu anderen Vorgängen in Politik und Wirtschaft, von denen die Öffentlichkeit erfahren sollte? Wir sind dankbar für jeden Hinweis. **Dokumente, Daten oder Fotos können Sie hier deponieren.** [<https://meine.zeit.de/briefkasten/>] Die Wahrung Ihrer Anonymität hat für uns dabei höchste Priorität.

ZUM BRIEFKASTEN [[HTTPS://MEINE.ZEIT.DE /BRIEFKASTEN/](https://meine.zeit.de/briefkasten/)]

Deutschlands (3,6 Billionen) übertrifft. Normalerweise geschieht das reibungslos. Doch in jener Montagnacht vor zwei Wochen waren plötzlich zu wenige

Transaktionspartner da, die Cash anboten. So verfünffachte sich der Preis, der Repo-Zinssatz. Alarmierend ist, dass es keine eindeutige Erklärung für den Vorfall gibt.

Es sei nur das unglückliche Zusammentreffen verschiedener Faktoren gewesen, argumentieren einige Wall-Street-Analysten. An jenem Montag wurde in den USA auf einen Schlag ungewöhnlich viel Geld gebraucht: Die Zahlung der Unternehmenssteuern wurde fällig, gleichzeitig hatte das Schatzamt 54 Milliarden Dollar an neuen Staatspapieren versteigert und das Geld dafür von den Käufern eingezogen. Auch die Fed berief sich auf die vorübergehend zu hohe Geld-Nachfrage. Doch nicht alle glauben daran. Sowohl die Auktion als auch der Steuertermin waren vorhersehbar. Normalerweise wird so etwas einkalkuliert. Narayana Kocherlakota, bis 2015 der Präsident der Federal Reserve Bank in Minneapolis, sieht die Sache daher weniger entspannt als seine ehemaligen Kollegen. Er sagt: Die Zinsausschläge am Repo-Markt seien ein Zeichen, dass "etwas ziemlich falsch läuft im Finanzsystem".

"Die Banken sind wie Teenager"

Eine alternative Erklärung lautet, dass die wachsende Verschuldung der USA die Ursache für den Kurzschluss vor zwei Wochen war. Nach dieser Theorie ist nicht zu wenig Geld das Problem, sondern dass es zu viele Wertpapiere gibt. Bis zum Jahresende wird das US-Schatzamt rund 800 Milliarden Dollar an neuen Staatspapieren ausgegeben haben.

Lange waren China und Japan dankbare Abnehmer der amerikanischen Schuldscheine. Die USA geben derzeit auch immer mehr Papiere aus, um das

auf über eine Billion Dollar angeschwollene Haushaltsloch zu stopfen, aber ihre Käufer in China und Japan reagieren zurückhaltender. Außerdem hat die Fed vor zwei Jahren begonnen, ihre Bestände an US-Staatspapieren nach und nach abzubauen, die sie zur Bekämpfung der Finanzkrise angekauft hatte. Zu den eifrigsten Käufern dieser Papiere gehören inzwischen die Banken. 2018 lagen in den Portfolios der sogenannten Primary Dealer – Kreditinstitute, die verpflichtet sind, an den Auktionen des Schatzamts mitzubieten – US-Staatspapiere im Wert von 75 Milliarden Dollar.

Im zweiten Quartal 2019 waren ihre Bestände auf 300 Milliarden Dollar angeschwollen. Mit ihren Hunderten Milliarden an Interventionen macht die Fed nun nichts anderes, als den Banken diese US-Staatspapiere wieder abzunehmen und ihnen im Gegenzug Geld zu geben. Der Kurzschluss am Repo-Markt hat die Fed dazu gebracht, erneut Staatspapiere anzukaufen. Das ist eine 180-Grad-Wende, auch wenn die Notenbanker sich in ihren öffentlichen Begründungen bemühen, diese herunterzuspielen.

Vor allem aber: An dem grundlegenden Ungleichgewicht ändern die Interventionen der Fed am Repo-Markt nichts. Das birgt die Gefahr, dass eine Bank sich bei einem neuerlichen Zinssprung den notwendigen Cash nicht beschaffen kann, um ihre fälligen Verpflichtungen zu erfüllen.

Den Banken sollte das Risiko am Repo-Markt wohl bekannt sein. Schließlich haben sie es während der Finanzkrise 2008 selbst miterlebt. Sie hätten daraus lernen und ihr Finanzierungsmodell ändern müssen, sagt Mayra Rodriguez Valladares, eine Beraterin für Wall-Street-Firmen, die selbst lange als Bankerin tätig war. Statt sich auf die Übernacht-Kredite des Repo-Markts zu verlassen, hätten sie sich besser wie früher über Einlagen von Sparern finanziert. Doch die Branche verlasse sich lieber auf die Notenbanker. "Die Banken sind wie Teenager, die erwachsen tun, aber wenn sie in Probleme geraten, doch wieder nach der Mama rufen, damit sie ihnen helfen soll", sagt sie.

Auch wenn noch nicht eindeutig feststeht, was den Kurzschluss am Repo-Markt ausgelöst hat: Barry Mitnick, Finanzhistoriker an der University of Pittsburgh, glaubt ein vertrautes Muster zu erkennen. "Im Schnitt erleben wir alle 15 bis 20 Jahre eine Panik an den US-Finanzmärkten", sagt er. "Der Auslöser ist so gut wie immer ein Mangel an schnell verfügbarem Geld für die Banken."

Offenbar haben die US-Notenbanker auch in ihren Geschichtsbüchern gelesen. Sonst hätten sie nicht versprochen, mindestens noch zwei Wochen lang jeden Tag weitere Milliarden in den Repo-Markt zu pumpen.